

从中证 ESG 评价体系看 ESG 的盈利、风险和估值传导机制

十四五规划和 2035 年远景目标纲要等文件明确了绿色、低碳的经济转型升级方案，市场各方对 ESG 为代表的可持续发展理念的关心显著增加，市场机构不仅关心“ESG 是什么”，“ESG 与绿色发展的关系”以及“ESG 与财务指标相关性的验证”等问题，更关心“ESG 评价体系是否能够较好地反映 ESG 对盈利、风险和估值的影响”。我们希望通过中证 ESG 评价体系的研究，展示 ESG 因素对公司盈利、风险与估值的传导机制，推广 ESG 理念，推动国内 ESG 投资实践。

一、ESG 通过内在机制影响收益和风险水平

目前，国内外很多学术研究发现，ESG 评价结果与公司财务绩效、投资业绩具有较强的关联性和积极的影响，如牛津大学对 200 篇高质量的文献回顾表明，ESG 优异的公司长期稳定呈现更好的运营绩效，而对投资业绩也有积极正向的影响。然而，对投资者来说，“相关性并不等同于因果关系”，很多投资者不清楚 ESG 的作用机制，很难做出投资决策。这也是很多机构投资者和个人投资者难以践行 ESG 投资的重要原因。

事实上，ESG 是通过内在机制对企业价值产生影响。我们从最朴素的 DCF 模型出发来解析 ESG 的作用机制。DCF 模型中股票价格等于未来现金流的贴现值，由每期投资者收到的现金流 CF 和贴现率 R 决定，其中，每期现金流 CF 为投资者收到的股利，可以简化为每股净利润×股利发放率。

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

从分子来看，ESG 可以通过对上市公司盈利能力和股息率改善，从而对股价产生影响，这是 ESG 的盈利改善机制。

从分母中现金流的贴现率来看，贴现率与股票的风险程度相关，如果上市公司的系统性风险和特质风险处于较高水平，那么贴现率也会处于较高水平，这是

VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

ESG 的风险传导机制。

通过盈利和风险机制传导，可以看到 ESG 因素对股票整体估值水平的影响，这是 ESG 的估值影响机制。

二、基于中证 ESG 评价呈现的 ESG 盈利改善机制

关于 ESG 盈利改善机制的研究可以追溯到 Gregory, Tharyan 和 Whittaker 在 2014 年的研究。相比同类企业，具有较高 ESG 水平的上市公司具有较好的竞争力。这种竞争力来自其对原材料、能源以及人力资源的高效运用，以及较好的风险管理以及公司治理能力。这种相对同业的竞争优势，使得上市公司本身具有较强的盈利能力进而产生较高的股利水平，最终使投资者获益。国际很多研究表明，在境外市场上市公司中，ESG 高分组相对于低评分组，具有相对较高的利润率以及股利水平。

从国内市场来看，基于 2017 年以来中证 ESG 评价数据，将沪深 300 和中证 500 样本股分成三组，评分最高组为 ESG+，评分最低组为 ESG-。中证 ESG 评价采用了行业中性处理方法，避免了不同行业间的影响，同时沪深 300 和中证 500 两个考察空间也提供了从不同规模角度的验证结果，使得实证结果更加稳健。

研究显示，2017 年以来，相比低评分组，ESG 高分组不仅在当期，而且在未来一年的 ROA 和股息率水平都更高，这说明 ESG 评分较高的公司具有更高且更持续的盈利能力以及更强的分红意愿，也充分揭示了 ESG 对上市公司的盈利改善机制。

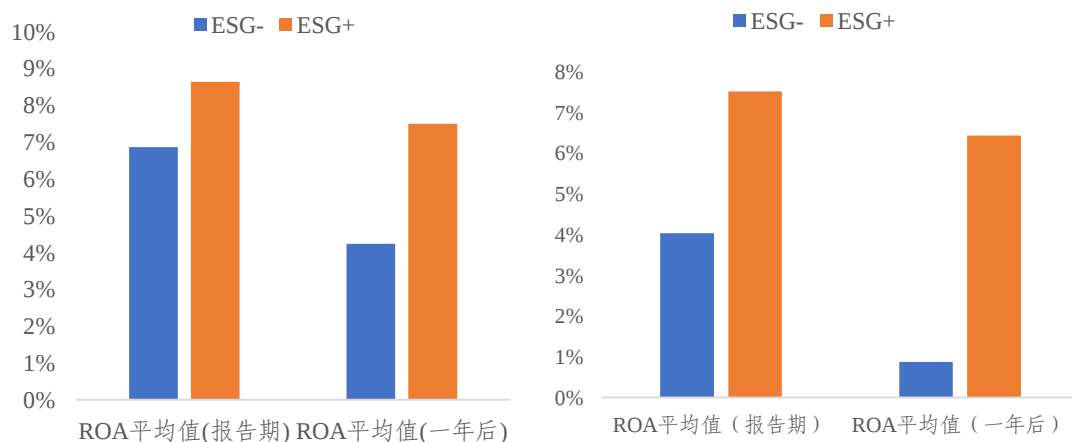


图 1 沪深 300 ESG 分组与 ROA 水平

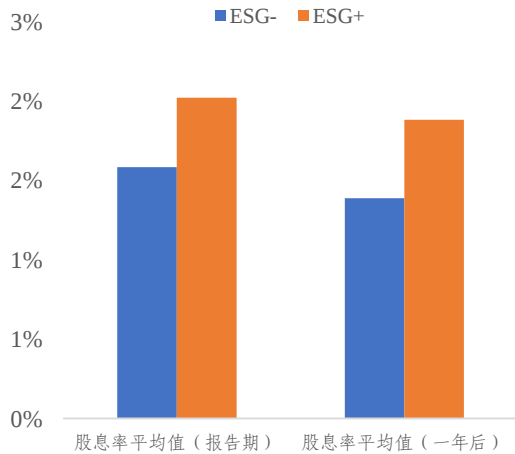


图 2 中证 500 ESG 分组与 ROA 水平

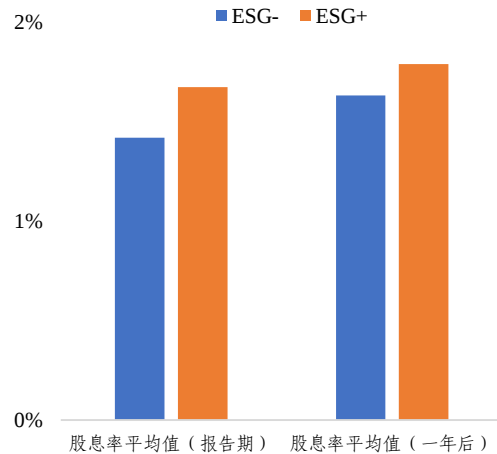


图 3 沪深 300 ESG 分组与股息率水平

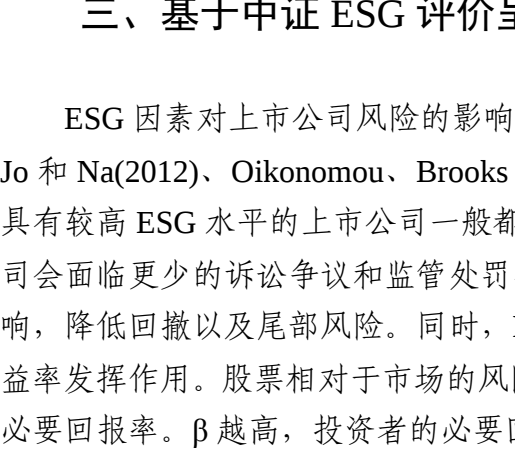
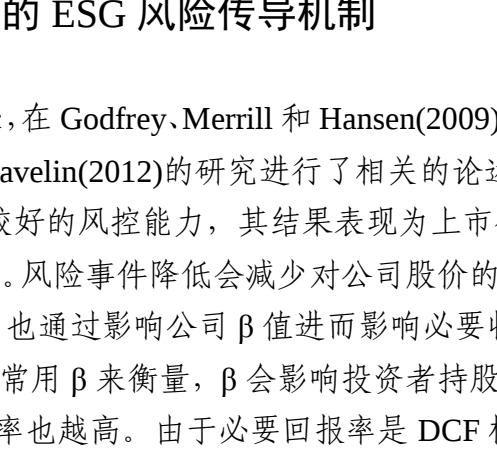


图 4 中证 500 ESG 分组与股息率水平



三、基于中证 ESG 评价呈现的 ESG 风险传导机制

ESG 因素对上市公司风险的影响路径,在 Godfrey、Merrill 和 Hansen(2009)、Jo 和 Na(2012)、Oikonomou、Brooks 和 Pavelin(2012)的研究进行了相关的论述。具有较高 ESG 水平的上市公司一般都有较好的风控能力,其结果表现为上市公司会面临更少的诉讼争议和监管处罚事件。风险事件降低会减少对公司股价的影响,降低回撤以及尾部风险。同时,ESG 也通过影响公司 β 值进而影响必要收益率发挥作用。股票相对于市场的风险通常用 β 来衡量, β 会影响投资者持股的必要回报率。 β 越高,投资者的必要回报率也越高。由于必要回报率是 DCF 模型分母中的贴现率,所以高 β 会对股价长期产生负面影响。国际诸多研究表明,ESG 较高的公司具有较低的系统性风险,且受到大额损失的概率较低。

从国内市场来看,2017 年以来,相比 ESG 低评分组,ESG 高分组:一是在未来一年的运营中会面临更少的违规处罚,涉及的诉讼数量也明显较少,而且这种情况在中小市值的公司中更为明显;二是在 β 值方面,ESG 高分组相比低评分组的 β 值更低,说明相对于市场的风险水平较低;三是由于以上两种风险的传导机制较为清晰,反映在股价表现中,体现为 ESG 高分组具有更小的回撤水平。

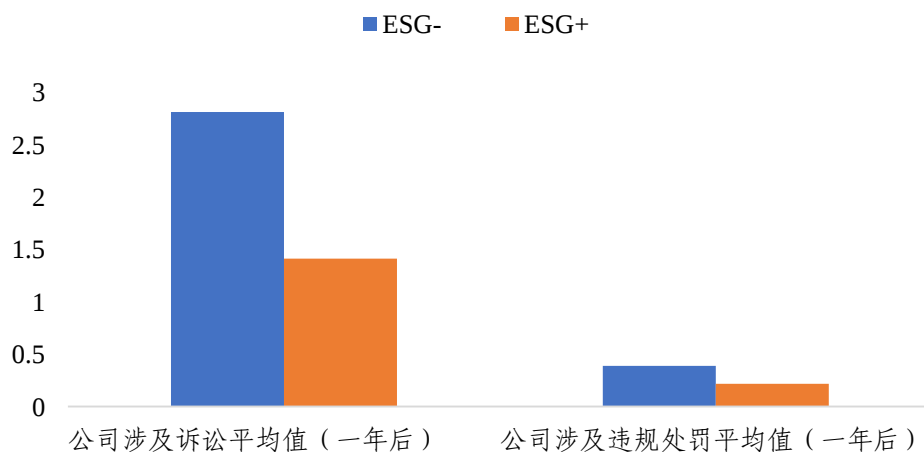


图 5 沪深 300 ESG 分组与违规诉讼

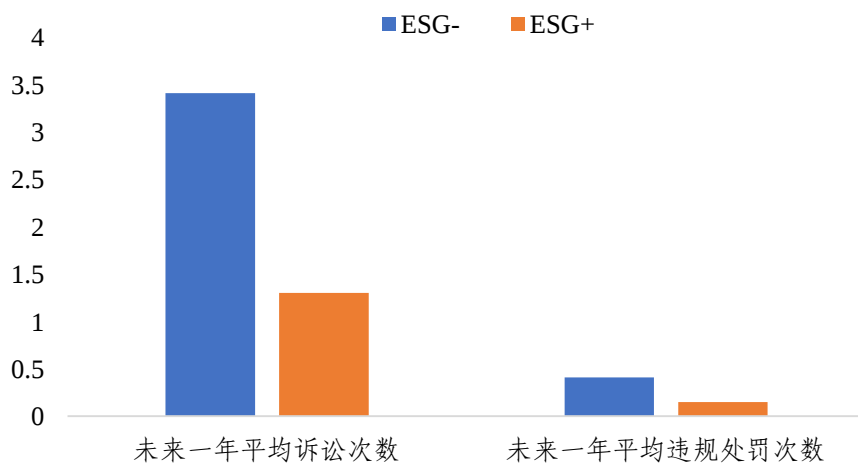


图 6 中证 500 ESG 分组与违规诉讼

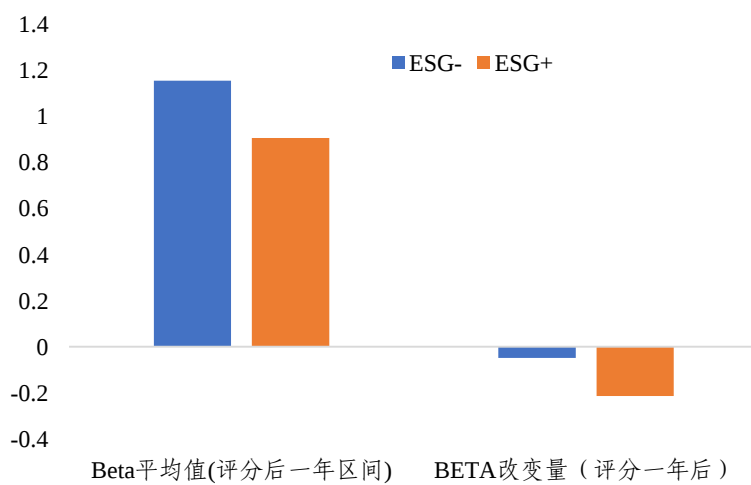


图 7 ESG 分组与 BETA 值变化情况

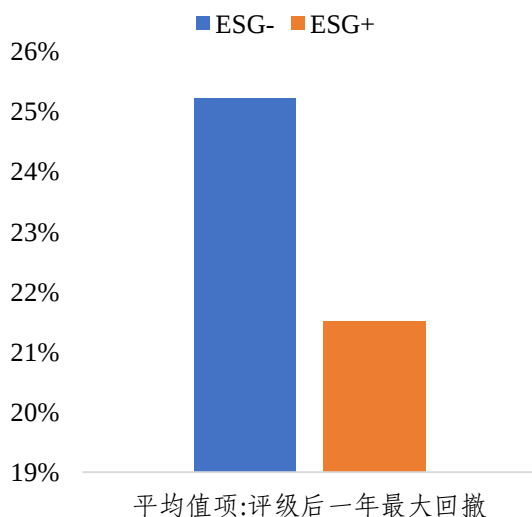


图 8 沪深 300 ESG 分组与最大回撤

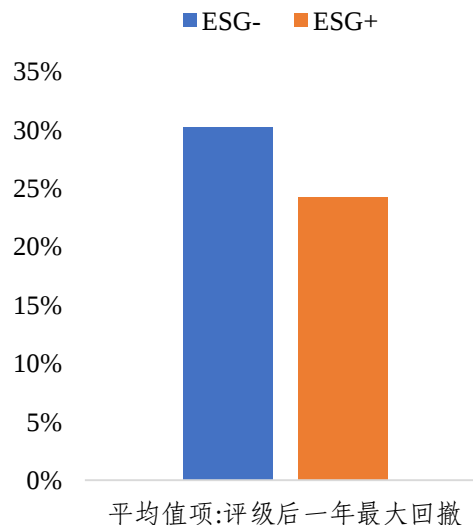


图 9 中证 500 ESG 分组与最大回撤

四、基于中证 ESG 评价呈现的 ESG 对估值的影响机制

一是 ESG 高分组在未来具有更好的估值提升。综合盈利和风险机制，我们考察了 2017 年以来不同 ESG 水平的上市公司股票在未来一年的估值变化。研究显示，ESG 高分组相比低评分组在之后的一年中 PE 提升更多。这说明 ESG 因素通过盈利和风险机制对上市公司的综合影响，ESG 表现优异的上市公司在未来具有更好的基本面表现、更低的风险以及更高的市场估值。

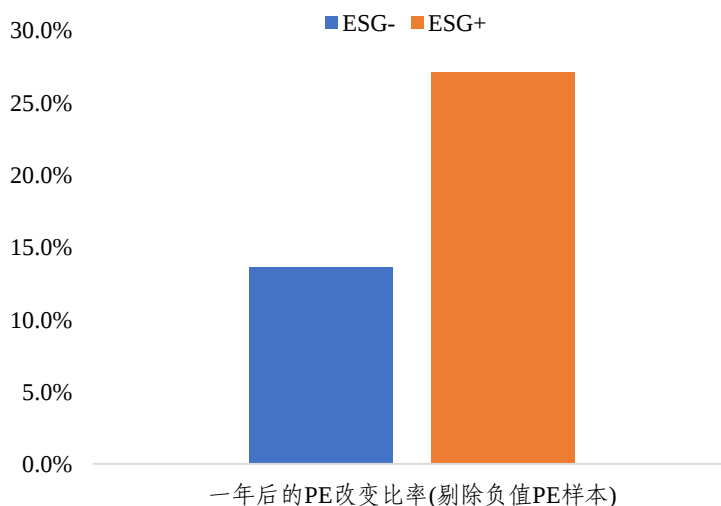


图 10 ESG 分组与估值（PE）变化情况

二是 ESG 组合表现具有较好的收益和风险区分度，ESG 高分组的投资收益更好。根据中证 ESG 评分，从沪深 300 和中证 500 样本股中各自构建三个组合。

首先，ESG 评分对组合风险收益具有明显改善作用。沪深 300 中 ESG 高分组年化收益率为 8.2%，优于低评分组的 3.2%；ESG 高分组年化波动率为 20.6%，低于低评分组的 20.8%。中证 500 中 ESG 高分组的年化收益率为 4.5%，优于低评分组合的 -1.5%；ESG 高分组的年化波动率为 23.1%，低于低评分组合的 23.6%。

其次，不同 ESG 分组间具有显著收益区分度，从 2017 年 6 月开始的测算，沪深 300 中 ESG 高分组和中等评分组相对基准指数取得了 1%和 9.1%的超额收益，而 ESG 低分组的收益落后基准指数 13.7%。中证 500 中 ESG 高分组和中等评分组相对基准指数取得了 10.9%和 0.6%的超额收益，而 ESG 低分组的收益落后基准指数 8.7%。这体现了中证 ESG 评分具有良好的投资性，能够反映上市公司财务指标之外的重要信息。

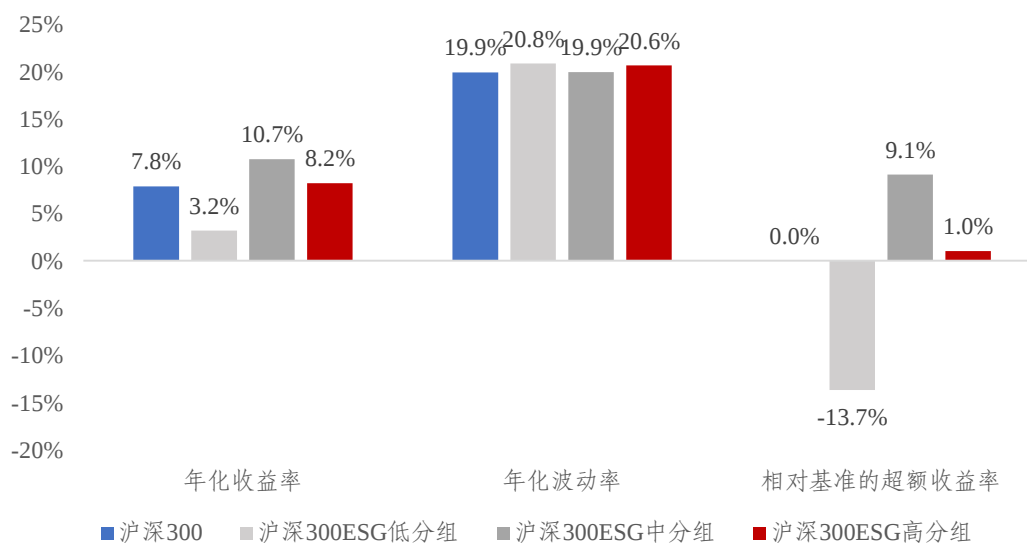


图 11 沪深 300 指数 ESG 分组收益统计

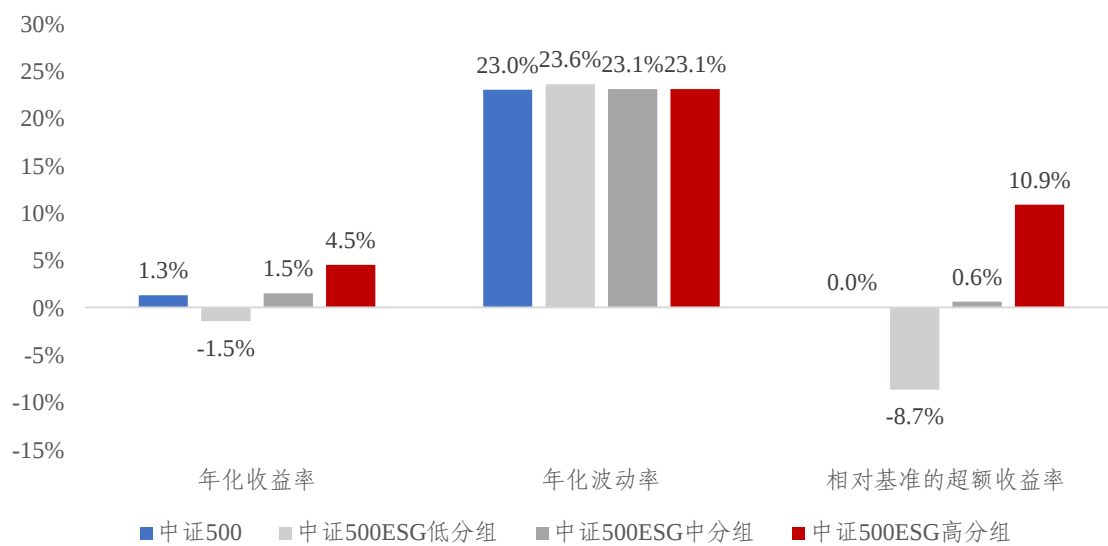


图 12 中证 500 指数 ESG 分组收益情况

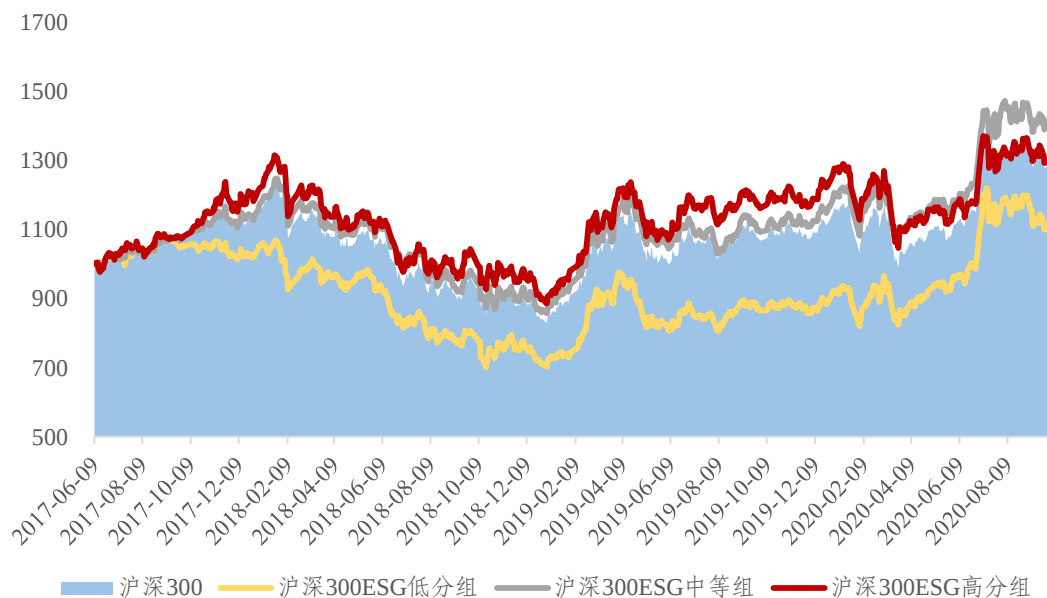


图 13 沪深 300 指数 ESG 分组收益情况

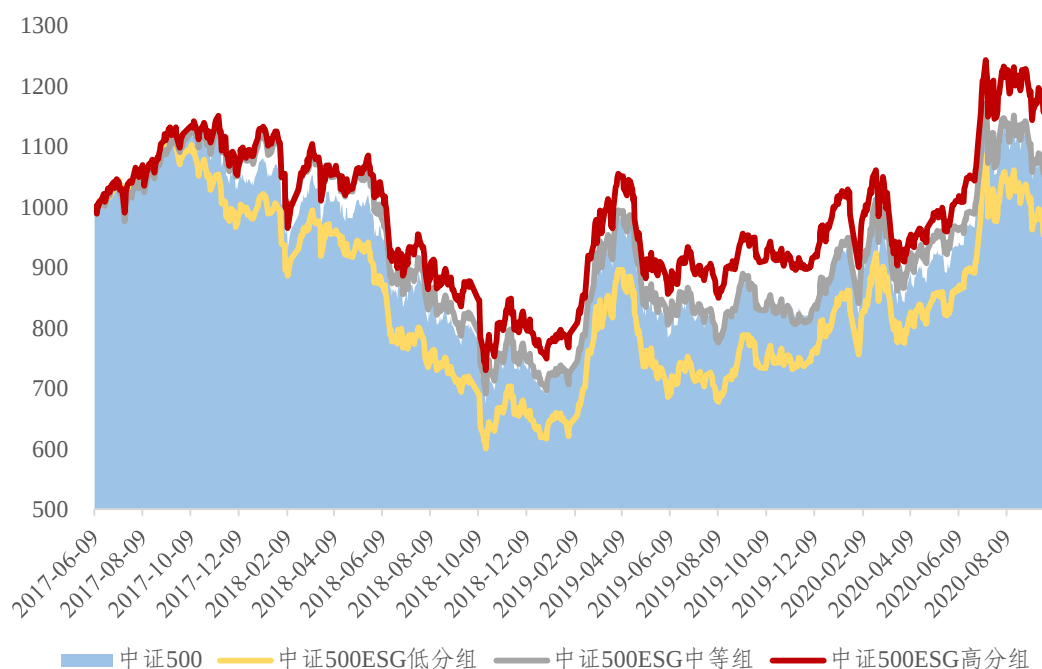


图 14 中证 500 指数 ESG 分组与收益情况

五、打造中国 ESG 标准,推动 ESG 最佳中国实践是中证 ESG 评价体系的目标

碳达峰目标和碳中和愿景是我国当前的重要战略决策,在十四五规划和中央经济工作会议中都有相关的工作部署。从资本市场角度出发,ESG 是贯彻落实国家碳达峰目标和碳中和愿景的重要举措之一。

目前,国内 ESG 领域还处于发展初期,不少机构发布了各自的 ESG 评价体系,为 ESG 理念在国内发展起到了积极的作用。但由于机构背景和认知不同,对同一家公司的评价结果往往差异很大,市场上亟需比较客观、全面的 ESG 评价体系和标准,为上市公司和投资者提供客观的参照。而且,绝大部分的机构缺乏 ESG 实践的抓手,相关产品的数量和规模都很小,没能有效发挥资本市场服务实体经济可持续发展的作用。因此,我国市场需要反映国内实际的中国 ESG 评价标准,在构建 ESG 评价标准的基础上推广 ESG 理念并指导 ESG 投资。

作为资本市场基础设施建设的重要力量之一,中证指数公司始终肩负着服务实体经济和国家战略的重任。我们致力于建设具有国内权威、国际有影响力的 ESG 评价标准,服务国家碳中和愿景的战略目标,发挥资本市场推动实体经济

可持续发展的重要作用，提升上市公司质量，**打造中国 ESG 标准，推动 ESG 最佳中国实践**。中证指数公司在 ESG 领域积极布局，并发布了中证 ESG 评价体系，希望发挥几个方面的作用：

一是打造中国 ESG 评价标准，提升国际影响力和权威性。目前，大多数国际机构由于没有考虑中国市场的实际情况，对中国公司的 ESG 评分呈现系统性偏低的现象，绝大部分都集中在 B 和 CCC 等较低级别，这与我国实际情况不符合。因此，构建适合中国实际的 ESG 评价体系，打造中国 ESG 标准是非常重要的事情。

二是对上市公司进行 ESG 评价，推动上市公司落实国家碳达峰目标和碳中和愿景的战略要求。中证 ESG 评价为上市公司提供对标基准，促进上市公司 ESG 信息披露，帮助企业识别 ESG 潜在风险，减少碳排放，实现企业的长期可持续发展，提升上市公司质量。同时，中证 ESG 评价可以帮助投资者识别企业长期经营的风险与收益来源，发挥投资者对企业的外部监督作用。

三是搭建从 ESG 理念到投资的桥梁，推动国内 ESG 投资发展，发挥资本市场服务实体经济可持续发展的作用。中证指数公司发布 ESG 指数体系，通过指数优胜劣汰机制，促进和鼓励上市公司重视 ESG 理念和管理，形成良性循环。同时，ESG 指数为投资者践行 ESG 提供投资标的，ESG 评价数据为机构投资者管理组合 ESG 风险提供服务，最终通过资本的力量提高企业对可持续发展理念的重视，促进全社会的可持续发展。

中证指数公司将积极推动国内 ESG 行业发展，为中国 ESG 标准建立、推动 ESG 最佳中国实践做出持续不懈的努力。